

## Институциональные аспекты развития акционерного сектора Украины

Шаповалов Виталий Олегович

кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории и  
прикладной экономики Высшего учебного заведения Укоопсоюза

«Полтавский университет экономики и торговли»

Украина, г. Полтава, ул. Ковалю 3, кафедра экономической теории и  
прикладной экономики, индекс 36000. E-mail shapovalov79@mail.ru

В статье рассматриваются институциональные проблемы развития акционерных отношений в экономике Украины. Автор анализирует инвестиционные возможности акционерного сектора в условиях несовершенства институциональной среды. Рассмотрено влияние законодательной базы на состояние украинского рынка акций.

**Ключевые слова:** акционерное общество, акционерный сектор, институциональная среда, рынок акций, фондовая биржа.

Institutional aspects of joint-stock sector development in Ukraine  
Shapovalov Vitalii

Candidate of economic sciences, decent of economic theory and  
applied economy chair of Higher educational establishment of Ucoopspilka  
«Poltava University of Economics and Trade»

Ukraine, Poltava, Kovalya st. 3, economic theory and applied economy  
chair, 36000

The article deals with institutional problems of joint-stock relations in Ukrainian economy. The author analyzes investment possibilities of joint-stock sector under conditions of imperfect institutional environment. We considered the influence of legislative basis upon the condition of Ukrainian market of shares.

**Key words:** joint-stock company, joint-stock sector, institutional environment, market of shares, stock exchange.

Институциональная среда, в соответствии с терминологией, предложенной Л. Дэвисом и Д. Нортом [1, р. 6], это правила игры, определяющие контекст, в котором осуществляется экономическая

деятельность. Она состоит из базовых политических, социальных и правовых норм, образующих основу производства, обмена и распределения. Таким образом, институциональную среду составляют такие «правила игры», которые задают общие ограничения для всех, и в частности правила, задающие возможные формы организации и контроля хозяйственной деятельности.

Акционерный сектор по своим содержательным качествам является полноценным сектором национального хозяйства. Он представляет собой ту сферу национальной экономики, в которой происходит деятельность акционерных обществ, осуществляется эмиссия и обращение акций, обеспечивается экономическая реализация акционерной собственности, создаются условия для функционирования акционерного капитала. Акционерный сектор в современных условиях представляет собой сложную системно-структурную целостность рыночного хозяйства с имманентными ему функциями. Целостность акционерного сектора состоит в том, изменение структуры, связей и поведения одного из его элементов осуществляет влияние на другие, изменяя при этом систему в целом. Иерархичность как общесистемное свойство акционерного сектора означает, что он, во-первых, состоит из многоуровневых подсистем, во-вторых, включается в систему более высокого ранга – национальную экономику.

Известно, что весь материальный мир характеризуется двумя основными признаками – временным и пространственным. Первый из них отражается в процессах генезиса. Второй – в структуре объекта. Объект находится в состоянии генезиса до тех пор, пока внутри него не сформировались условия, определяющие возможность его воспроизводства. В этом случае речь идет о процессе становления объекта. А это значит, что он не может самостоятельно формировать условия собственного функционирования. При достижении предела, при котором данный объект сам создает условия своего собственного

функционирования, процесс его генезиса завершается. Он теперь функционирует как целостное, структурно сформировавшееся образование. Исходя из этого, развитие акционерного сектора представляет собой качественные и количественные изменения в его структуре, связях и функционировании.

Сформировавшийся акционерный сектор экономики включает в себя развитую институциональную структуру, состоящую из упорядоченного набора внутренних и внешних институтов. Взаимодействие этих институтов, их связь между собой, а также система организации акционерных отношений определяют институциональную среду акционерного сектора. Развитая институциональная среда способствует достижению баланса интересов субъектов акционерных отношений, повышению экономической безопасности акционерного сектора, создает предпосылки для эффективного воспроизводства акционерного капитала. В этом аспекте акционерный сектор экономики Украины до сих пор находится в процессе своего формирования.

Институциональной доминантой формирования акционерного сектора экономики Украины, как и во многих странах постсоветского пространства, стал идеологический императив, определивший необходимость ускоренного развития рыночного хозяйства. Процессы разгосударствления и приватизации, становления смешанной экономики с частным сектором стали исходными элементами в развертывании рыночных принципов хозяйствования и реализации новых мотивов и стимулов экономического развития. Трансформация собственности, изменение организационно-правовой формы предприятий, несомненно, способствовали определенным позитивным сдвигам в поведении хозяйствующих субъектов, но в основном в сфере мелкого и среднего бизнеса. Наиболее проблемным в этом плане оказался акционерный сектор.

Уже на первых этапах становления акционерного сектора его объективным ограничителем стала неразвитость элементов институциональной среды. В Украине произошло механическое перенесение акционерной формы собственности в нерыночную среду, что обусловило применение нестандартных типов поведения акционированных предприятий, нетипичных частным компаниям, которые используют стратегию создания стимулов и повышение заинтересованности собственников в эффективном хозяйствовании. Акционерные общества, как и во многих странах постсоветского пространства, создавались на базе государственных предприятий, приватизация которых в дальнейшем создала условия для масштабного перераспределения акционерной собственности.

К основным факторам, негативно повлияли на процессы формирования акционерного сектора Украины, в целом следует отнести:

- недостаточную подготовленность структурных элементов национальной экономики к переходу к акционерной форме хозяйствования;
- несовершенство законодательной базы по вопросам акционирования;
- недостаточный уровень развития рыночных институтов по обеспечению процессов становления акционерных обществ.

Несовершенство законодательных норм и значительная асимметрия информационной среды, неэффективность фондового рынка, депозитарной и регистраторской систем, институтов финансового посредничества и инфорсмента привело к тому, что процессы инвестирования в акционерном секторе Украины остаются на достаточно низком уровне, а акционерные общества не в полной мере используют преимущества своей организационно-правовой формы.

В таблице приводятся количественные параметры акционерного сектора Украины.

**Таблица 1. Показатели развития акционерного сектора Украины<sup>1</sup>**

Показатель	2008	2009	2010	2011	2012
Количество акционерных обществ (на конец года), тыс. едн.	31,1	30,2	28,7	26,6	25,5
Объем зарегистрированных выпусков акций, млрд. грн.	46,14	101,07	40,59	58,16	15,84
Объем зарегистрированных выпусков акций (накопительным итогом), млрд. грн.	292,08	393,15	433,74	491,9	507,74
Соотношение капитализации листинговых компаний к ВВП, %	9,02	12,64	15,87	13,66	19,66
Объем торгов акциями на рынке ценных бумаг, млрд. грн.	352,82	470,73	556,25	636,07	591,86
Доля объема торгов акциями на рынке ценных бумаг, %	39,94	44,11	36,09	29,3	23,39
Доля объема торгов акциями на биржевом рынке, %	3,35	2,88	7,74	10,78	3,64

На сегодняшний день акционерный сектор Украины структурирован по многим признакам: видами и характером хозяйственной деятельности; способом создания; структурой собственности; наличием в пакете акций доли государственного имущества. Акционерный сектор представлен акционерными банками, страховыми компаниями, инвестиционными фондами, фондовыми биржами, акционерными обществами промышленности, сельского хозяйства, строительства, торговли и иных отраслей национальной экономики.

В последние годы в Украине наблюдается тенденция к уменьшению общего количества акционерных обществ. Такая динамика частично обусловлена процессами ликвидации обанкротившихся обществ. Но, кроме этого, происходит также реорганизация существующих акционерных обществ в иные организационно-правовые формы – преимущественно в общества с ограниченной ответственностью. Это является прямым следствием принятия в 2008 году Закона Украины «Об акционерных обществах» [2]. Он предусматривает деление акционерных обществ на публичные и частные (до этого – открытые и закрытые), при этом для частных обществ установлено ограничение максимального количества

<sup>1</sup> Составлено на основании источников 3, 4.

акционеров в 100 лиц. Действующие предприятия должны привести свою деятельность в соответствие с требованиями нового закона (количество акционеров, минимальный размер уставного капитала, необходимость находиться в системе биржевой торговли). Эти требования обусловили изменение организационно-правовой формы ряда акционерных обществ.

Отдельное внимание следует уделить состоянию фондового рынка Украины, поскольку в настоящее время он ограничен в своих возможностях по привлечению инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. В частности, по данным Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовом рынке сумма инвестиций привлеченных с помощью рынка ценных бумаг в 2012 году составила 67,23 млрд. грн., что меньше величины долгосрочного кредитования (100,97 млрд. грн.) [3].

Что касается состояния рынка акций, то в 2012 году в сравнении с предыдущими периодами, он демонстрирует снижение своей активности. Основным фактором снижения эмиссионной деятельности стало сокращения участия иностранных банковских инвесторов в капитале ряда коммерческих банков Украины. Наибольшие эмиссии акций осуществлялись акционерными обществами, основным видом экономической деятельности которых была финансовая деятельность (3,75 млрд. грн. или 23,67%), операции с недвижимостью, аренда, инжиниринг (3,19 млрд. грн. или 20,11%), а также строительство (3,01 млрд. грн. или 18,97%) [3].

Отличительной чертой украинского рынка акций является факт значительного превышения внебиржевой торговли ценными бумагами. Регулятор отмечает, фондовый рынок в 2012 году характеризировался достаточно высокой активностью биржевого сегмента. Но такое заявление следует оценивать осторожно, поскольку доля торгов акциями на всех фондовых биржах Украины в этом же году составила

всего лишь 3,64% от общего объема торгов акциями. Несмотря на то, что в стране насчитывается 10 фондовых бирж, общая капитализация листинговых компаний в конце 2012 года составила 277,02 млрд. грн., что в отношении к ВВП – 19,66% [3].

Незначительные объемы организованного рынка ценных бумаг снижают его открытость, ликвидность и инвестиционную эффективность. Недостаточность организованного рынка ценных бумаг деформируют механизмы ценообразования, способствуют развитию теневых схем купли-продажи ценных бумаг, лишают миноритарных акционеров возможности реализовать финансовые активы по рыночным ценам. Вследствие этого национальная экономика не получает необходимые инвестиционные ресурсы.

Следует подчеркнуть, что оценка капитализации фондового рынка является оценкой емкости исключительно организованного рынка. Поэтому, без устранения диспропорции между объемами организованного и неорганизованного сегмента торговли ценными бумагами, оценка капитализации фондового рынка является статистически несовершенной и эпизодической.

Неразвитость инвестиционных механизмов фондового рынка Украины во многом объясняется несовершенством нормативно-правовой базы, регулирующей деятельность акционерных обществ. Речь идет об отдельных положениях Закона Украины «Об акционерных обществах» (далее Закон). Рассмотрим наиболее противоречивые аспекты этого Закона, сдерживающие инвестиционные процессы в национальной экономике.

Законом определено, что публичные акционерные общества могут осуществлять открытую и частную эмиссию акций, в то время как частные общества – только частное размещение ценных бумаг. Поскольку, большинство акционерных обществ Украины являются именно закрытыми структурами, привлечение капитала в такие

общества ограничивается финансовыми возможностями действующих акционеров. Кроме этого, акционеры частных обществ имеют преимущественное право на приобретение акций, что также не всегда стимулирует приход новых инвесторов. Поэтому, с целью стимулирования фондового рынка, целесообразно вообще отказаться от института частных акционерных обществ.

Согласно Закону публичное акционерное общество обязано осуществить процедуру листинга и оставаться в биржевом реестре, по крайней мере, одной фондовой биржи. Однако значительное количество обществ не отвечают установленным критериям листинга, поскольку в своем большинстве представляют мелкие и средние предприятия. Поэтому неудивительно, что в биржевом реестре I и II уровня листинга в 2012 году насчитывалось всего лишь 160 акций, а доля внелистинговых ценных бумаг составила 90,76% [3].

Считаем, что включение акций в биржевые листинговые списки целесообразно осуществлять путем рейтинговой оценки акционерных обществ, учитывающей важнейшие параметры финансово-хозяйственной деятельности предприятий: доходность, рентабельность, деловую активность, ликвидность и финансовую устойчивость, соблюдение принципов корпоративного управления.

Отдельного внимания заслуживают нормы Закона, предусматривающие порядок определения рыночной стоимости эмиссионных ценных бумаг акционерного общества. Так, согласно п. 1. ст. 22, акционерное общество осуществляет размещение или продажу выкупленных ранее акций по ценам не ниже их рыночной стоимости. Но уже в п. 2 этой же статьи запрещено эмиссию акций по ценам ниже номинальной стоимости [2]. Как видим, существует очевидное противоречие, поскольку рыночная стоимость ценных бумаг не является постоянной величиной и часто может опускаться ниже номинала.



Естественно, что в таком случае потенциальный инвестор не будет заинтересован в приобретении ценных бумаг акционерного общества.

Еще одной нормой Закона, снижающей инвестиционную функцию фондового рынка, на наш взгляд является положение относительно приобретения контрольного пакета акций третьими лицами. Известно, что контроль на предприятии тесно связан экономической реализацией права собственности на капитал. С одной стороны, контроль является ключевым элементом в рыночной среде, предусматривающий перераспределение собственности в пользу более эффективного собственника. С другой, контроль для самих владельцев означает получение на предприятии экономической власти и определенного уровня самостоятельности в управлении. В перераспределения прав собственности в пользу эффективного собственника заинтересованы все участники акционерного сектора. Кроме этого, приобретение контрольного пакета акций в условиях нестабильной институциональной среды, является своеобразной формой защиты прав инвестора.

Закон приписывает лицам, в случае приобретения ими пакета акций 50 и больше процентов, обязательство предложить всем акционерам выкупить их акции, по цене не ниже рыночной стоимости. Кроме этого положения этой статьи не распространяется на лиц уже являющихся собственниками контрольных пакетов. Следует отметить, что это положение Закона имеет двусмысленный характер: с одной стороны обеспечивает защиту интересов существующих акционеров, но с другой – может иметь и негативные последствия для самого общества, поскольку может потерять свою инвестиционную привлекательность.

В целом следует отметить, что принятие Закона действительно внесло некоторые положительные моменты в урегулирование корпоративных отношений. Но вместе с тем, создается впечатление, что Закон направлен, прежде всего, на защиту той структуры собственности, сложившейся в постприватизационный период и не являющейся

эффективной с точки зрения развития акционерного сектора Украины. Поэтому, чтобы не свести на нет все положительные стороны этого Закона, привести украинское акционерное законодательство в соответствие с мировыми стандартами, было бы оправданным развить некоторые положения Закона, согласовать отдельные статьи между собой таким образом, чтобы в полной мере реализовать инвестиционные возможности акционерного сектора.

В настоящее время институциональная среда акционерного сектора Украины соответствуют характеристикам, свойственным развитым странам мира. В частности существуют законодательно-нормативная база деятельности субъектов акционерных отношений, государственные и рыночные регуляторные институты; инфраструктура акционерного сектора (биржи, регистраторы, депозитарии) . Однако, её действенность и эффективность остается на достаточно низком уровне. Отмеченные характеристики носят преимущественно формальный характер и не соответствуют требованиям устойчивого развития национальной экономики. Среди основных последствий несовершенства институциональной среды акционерного сектора Украины следует отметить следующее:

- снижение активности национального рынка акций вследствие сосредоточения контрольных пакетов акций в руках крупных собственников, не заинтересованных в дополнительных эмиссиях;
- спорадичность операций на рынках капитала и доминирование крупных корпоративных структур, игнорирующих права мелких акционеров;
- отсутствие надлежащей концентрации торговли ценными бумагами в системе биржевой торговли, что деформирует систему ценообразования финансовых инструментов;

- високий рівень ризику фінансового посередництва, формуючий недовіру широких шарів населення до інструментам фондового ринку;
- недостатня активність інституціональних інвесторів – інвестиційних фондів, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів і страхових компаній;
- сдерживание со стороны регулюючих органів можливості передачі повноважень саморегулюючим організаціям фондового ринку;
- недостатнє інформаційне супроводження об'єктів емісії та професіональних учасників ринку.

Таким чином, подальше розвиток акціонерного сектору України пов'язано з удосконаленням його інституціональної середовища, немаловажну роль в якій грає економічна політика держави.

### Література

1. Davis L., North D. Institutional Change and American Economic Growth. – Cambridge, 1971. – 273 p.
2. Закон України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс] / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/514-17/page>.
3. Річний звіт НКЦПФР за 2012 рік: Інновації для розвитку ринку [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1370875350.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1370875350.pdf)
4. Статистичний щорічник України за 2012 рік [Електронний ресурс] : довідкове видання / Державна служба статистики України; ред. О. Осауленко. – К. – 2013. – 552 с. – Режим доступу: [http://ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat\\_u/2013/sb/10\\_13/sz\\_Ukr\\_2012.zip](http://ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2013/sb/10_13/sz_Ukr_2012.zip).